

三七互娱 (002555.SZ)

境外业务稳健发展，AI 实现各环节多维度提质增效

业绩概览：2024 年公司实现营业收入 174.41 亿元，同比增长 5.40%；实现归母净利润 26.73 亿元，同比增长 0.54%；实现扣非归母净利润 25.91 亿元，同比增长 3.76%。公司 2024 年利润分配预案拟向全体股东每 10 股派 3.7 元（含税）。

长青游戏矩阵持续扩充，多维产品供应体系高效运转。2024 年，公司国风趣味养成游戏《寻道大千》上线周年庆版本以增强用户粘性，并与《斗罗大陆》《凡人修仙传》《哪吒之魔童降世》《熊出没》等知名 IP 进行深度联动，通过品牌赋能与社交互助实现产品长线运营，为公司在小游戏赛道沉淀行业经验。2024 年 8 月，公司代理发行的模拟经营手游《时光杂货店》上线，并结合影视作品进行跨界联动，增强公司对模拟经营品类产品的发行运营优势。2024 年，公司自研卡牌手游《斗罗大陆：魂师对决》迎来“三周年庆典”，公司推出新魂师、新玩法，激发用户 IP 情怀，延长产品生命周期。公司《凡人修仙传：人界篇》手游于 2024 年中开启“周年庆典”版本，通过配合流量经营发行策略，该游戏成为公司旗下修仙题材 MMORPG 标杆产品。公司自研三国题材策略手游《霸业》通过结合优质代言人创新营销方式与素材，持续拓展泛用户群体，稳固了公司 SLG 品类产品结构。

境外业务稳健发展，SLG、MMORPG、卡牌等赛道优势不断巩固。2024 年，公司实现境外营业收入 57.22 亿元，境外收入占比达 32.81%。公司旗下融合“三消+SLG”玩法的出海现象级产品《Puzzles & Survival》在全球市场多点开花，在中国港澳台、欧美、日本、韩国、越南等市场表现尤为亮眼，成功跻身 SensorTower2024 年出海手游收入榜 Top 8。《Puzzles & Survival》2020 年上线后累计流水已超过百亿元。2024 年，公司持续探索 SLG 品类市场趋势，不断迭代更多题材的产品，例如“三消+SLG”玩法迭代之作《Puzzles & Chaos》在保留前作《Puzzles & Survival》核心体验的同时，大幅提升美术和特效表现，上线后流水持续攀升，多次跻身全球各地区策略品类畅销榜前二十名。此外，蚂蚁题材游戏《Ant Legion》通过前置调研深入挖掘用户需求、高效结合研运产能，不断迎来新的突破性表现，玩家满意度持续提升。

以自研模型“小七”为 AI 能力底座，实现各业务环节提质增效。2024 年，公司 AI 能力体系持续升级，构建以自研行业大模型为主的全链路 AI 赋能生态。公司以自研的游戏行业大模型“小七”为 AI 能力底座，扩充原有的智能化产品矩阵。AI 重塑了公司游戏管线，实现各业务环节的多维度提质增效：发行环节公司使用 AI 技术辅助生成的 2D 美术资产占比已超过 80%；AI-3D 辅助资产生成占比超过 30%；AI 深度参与生成的广告素材视频占比已超过 70%；AI 客服、AI 翻译、AI 代码生成等文本类场景效果持续提升；AI 投放和 AI 数据分析等综合类应用也逐步落地。

盈利预测：公司存量游戏长线运营能力加强，出海产品表现稳健，我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 184.18/195.23/208.89 亿元，分别同比增长 5.6%/6.0%/7.0%；实现归母净利润 28.08/30.30/32.88 亿元，同比增长 5.1%/7.9%/8.5%，对应 PE 12/11/10x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；政策监管风险；游戏表现不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16,547	17,441	18,418	19,523	20,889
增长率 yoy（%）	0.9	5.4	5.6	6.0	7.0
归母净利润（百万元）	2,659	2,673	2,808	3,030	3,288
增长率 yoy（%）	-10.0	0.5	5.1	7.9	8.5
EPS 最新摊薄（元/股）	1.20	1.21	1.27	1.37	1.49
净资产收益率（%）	20.9	20.7	20.9	21.7	22.6
P/E（倍）	12.6	12.6	12.0	11.1	10.2
P/B（倍）	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3

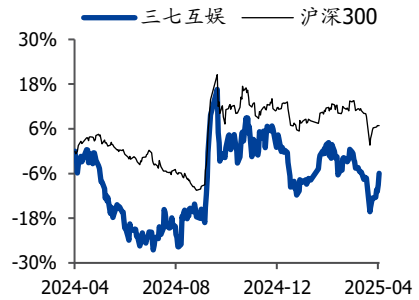
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 18 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	游戏 II
前次评级	买入
04 月 18 日收盘价（元）	15.17
总市值（百万元）	33,559.65
总股本（百万股）	2,212.24
其中自由流通股（%）	72.28
30 日日均成交量（百万股）	36.64

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 刘书含

执业证书编号：S0680524070007

邮箱：liushuhan@gszq.com

相关研究

- 1、《三七互娱（002555.SZ）：多元储备开启新产品周期，AGI 投资布局加码提速》 2024-10-31
- 2、《三七互娱（002555.SZ）：二季度实现有效控费，境外业务毛利率提升》 2024-08-27
- 3、《三七互娱（002555.SZ）：一季度收入同比增长，内部 AI Agent 平台提升效率》 2024-04-30

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11123	10335	11348	12382	13519
现金	6177	5059	5856	6635	7492
应收票据及应收账款	1479	1213	1279	1356	1451
其他应收款	46	43	45	48	51
预付账款	1143	730	747	792	844
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	2277	3291	3421	3551	3681
非流动资产	8012	9247	9310	9373	9439
长期投资	521	446	436	426	416
固定资产	824	1077	1062	1046	1030
无形资产	1040	1889	1833	1776	1719
其他非流动资产	5627	5836	5979	6124	6275
资产总计	19135	19583	20658	21754	22958
流动负债	5906	6459	7057	7648	8298
短期借款	1555	2654	3054	3454	3854
应付票据及应付账款	2913	2712	2851	3009	3208
其他流动负债	1438	1093	1152	1186	1237
非流动负债	417	107	96	86	76
长期借款	306	81	71	61	51
其他非流动负债	111	26	26	25	25
负债合计	6322	6566	7154	7735	8374
少数股东权益	105	96	87	70	57
股本	2218	2218	2218	2218	2218
资本公积	2823	2679	2680	2681	2682
留存收益	8096	8545	9041	9572	10148
归属母公司股东权益	12707	12921	13417	13949	14527
负债和股东权益	19135	19583	20658	21754	22958

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3147	2998	3897	4061	4348
净利润	2634	2664	2800	3013	3275
折旧摊销	194	211	183	182	180
财务费用	-99	-101	-100	-100	-100
投资损失	-8	-111	-74	-78	-84
营运资金变动	421	261	1081	1037	1069
其他经营现金流	6	74	8	8	8
投资活动现金流	-1446	-3408	-1279	-1275	-1271
资本支出	-1309	-572	-113	-113	-115
长期投资	-87	-304	-180	-180	-180
其他投资现金流	-50	-2532	-986	-982	-976
筹资活动现金流	-2286	-793	-1824	-2007	-2220
短期借款	654	1099	400	400	400
长期借款	-17	-225	-10	-10	-10
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	46	-145	1	1	1
其他筹资现金流	-2969	-1522	-2215	-2398	-2611
现金净增加额	-575	-1200	797	780	857

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16547	17441	18418	19523	20889
营业成本	3392	3727	3934	4166	4441
营业税金及附加	37	44	47	49	52
营业费用	9091	9712	10295	10903	11656
管理费用	592	516	553	576	606
研发费用	714	646	700	722	752
财务费用	-221	-161	-201	-217	-233
资产减值损失	-112	-56	-1	-1	-1
其他收益	110	88	92	98	104
公允价值变动收益	104	-31	-10	-10	-10
投资净收益	8	111	74	78	84
资产处置收益	1	1	2	2	2
营业利润	3041	3091	3247	3490	3794
营业外收入	20	4	10	10	11
营业外支出	13	7	9	9	10
利润总额	3048	3089	3248	3491	3795
所得税	414	424	448	478	520
净利润	2634	2664	2800	3013	3275
少数股东损益	-25	-9	-8	-17	-13
归属母公司净利润	2659	2673	2808	3030	3288
EBITDA	3012	3116	3229	3456	3742
EPS (元/股)	1.20	1.21	1.27	1.37	1.49

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.9	5.4	5.6	6.0	7.0
营业利润(%)	-8.1	1.6	5.0	7.5	8.7
归属母公司净利润(%)	-10.0	0.5	5.1	7.9	8.5
获利能力					
毛利率(%)	79.5	78.6	78.6	78.7	78.7
净利率(%)	16.1	15.3	15.2	15.5	15.7
ROE(%)	20.9	20.7	20.9	21.7	22.6
ROIC(%)	16.4	15.9	15.8	16.1	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	33.5	34.6	35.6	36.5
净负债比率(%)	-32.0	-17.8	-20.2	-22.2	-24.6
流动比率	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	11.4	13.0	14.8	14.8	14.9
应付账款周转率	2.0	2.1	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.21	1.27	1.37	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	1.36	1.76	1.84	1.97
每股净资产(最新摊薄)	5.74	5.84	6.06	6.31	6.57
估值比率					
P/E	12.6	12.6	12.0	11.1	10.2
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	12.5	10.4	9.5	8.8	8.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 18 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com